

招商蛇口 (001979)

证券研究报告

2020年10月21日

三季度营收、归母净利润均实现大幅增长，三条红线达标 ——三季报业绩点评

事件：公司公告 2020 年前三季度业绩，2020 年前三季度公司实现营业收入 501.2 亿元，YOY+96.2%；实现归母净利润 21.9 亿元，YOY-57.0%；实现基本每股收益 0.19 元/股，YOY-68.3%。

三季度营收、归母净利润均实现大幅增长：期内公司实现营业收入 501.2 亿元，YOY+96.2%，较上年同期提升 120.6pct；实现归母净利润 21.9 亿元，YOY-57.0%，较上年收缩 18.5pct。分季度看，Q1、Q2、Q3 分别实现营收 118.0、125.2、258.0 亿元，对应增速分别为+171.2%、+1.5%、+191.3%；分别实现归母净利润 5.4、3.7、12.8 亿元，对应增速分别为-79.5%、-83.5%、+557.1%，受结算结构差异影响，前两个季度归母净利润同比降幅较大，疫情后公司加快竣工交付速度，三季度营收、归母净利润均实现大幅增长。期内公司归母净利润增速显著低于营收增速，主要源于 **1) 期内毛利率下滑较多：**期内公司毛利率下滑至 24.3%，较上年同期收缩 11.7pct，毛利率收缩拖累归母净利润约 58.5 亿元，剔除税金、期间费用、所得税后，合理归母影响约 47.3 亿元，占上年同期归母净利润比重约 92.9%；**2) 投资收益同比下滑 84.2%：**期内公司实现投资收益 7.6 亿元，较上年同期减少 40.6 亿元，主要由于上年同期转让子公司股权产生税后净收益 22.26 亿元，导致投资收益基数较高，期内投资收益/归母净利润为 34.8%，较上年同期 94.6%下降 59.8pct。**3) 少数股东损益占比提升：**期内公司实现少数股东损益 12.2 亿元，同比增长 65.1%，在净利润的比重较上年同期提升 23.1pct 至 35.7%。

期内毛利率、归母净利率下滑明显：期内公司实现毛利率 24.3%，较上年同期收缩 11.7pct，毛利率下滑主要源于：1) 受房地产项目结转结构影响，社区业务毛利率同比下降，考虑到目前结转的项目大部分或为 17-18 年的项目，限价叠加高地价使得毛利率承压；2) 疫情期间，公司对租赁物业采取了减免租等措施，导致公司园区业务利润同比下降明显。期内实现净利率 6.8%，较上年同期收缩 16.0pct，实现归母净利率 4.4%，较上年同期收缩 15.6pct，期间费用率为 8.9%，较上年同期收缩 6.0pct，其中销售费率、管理费率、财务费率分别较上年同期收缩 1.8pct、1.8pct、2.4pct。

三条红线达标：期末公司有息负债规模达 1556.8 亿元，较上年末增加 9.7%，债务指标上看，期末有息负债率 32.4%，较上年末收缩 3.9pct；剔除预收账款后的资产负债率为 59.1%，较上年末收缩 3.2pct；期末净负债率 36.8%，较上年末提升 7.5pct；一年内到期债务占比 45.4%，较上年末提升 6.8pct，现金短债比 1.02，较中期末 0.97，有所改善。

补货积极，销售目标完成度较高：期内公司实现签约销售金额 1901.76，YOY+17.36%，实现签约销售面积 821.30 万方，YOY-1.41%，实现销售均价 23155 元/平米，YOY+19.04%，累计完成销售目标的 76.1%，已超过去年同期销售进度（73.5%）。期内公司累计新增项目 62 个，新增总规划建面 1137.67 万方，新增总地价款 973.55 亿元，权益口径规划建面 752.38 万方，权益拿地金额 666.39 亿元，按建面、金额计算的权益比例分别为 66.1%、68.4%，累计拿地力度为 51.2%，高于 19 年全年整体拿地力度 44.0%。累计拿地均价 8557 元/平米，拿地均价/销售均价为 37.0%，与 2019 年全年持平。

投资建议：公司前三季度业绩有较大幅度提升，但由于疫情及项目结转周期影响，导致利润率下降明显。公司补货积极，当前销售目标完成率已超去年进度，随着下半年货源的逐步增加，公司在三四季度的表现可期。我们预计公司 2020、2021、2022 年净利润分别为 165 亿、189 亿、226 亿，对应 EPS 分别为 2.08 元、2.39 元、2.85 元，对应 PE 为 7.37、6.42、5.37，维持“买入”评级。

风险提示：房屋价格大跌、销售不及预期、宏观经济波动

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	88,277.85	97,672.18	141,624.66	191,193.29	238,991.62
增长率(%)	16.99	10.64	45.00	35.00	25.00
EBITDA(百万元)	29,837.10	34,261.41	30,485.02	34,746.42	40,656.39
净利润(百万元)	15,240.05	16,033.18	16,469.38	18,902.08	22,610.35
增长率(%)	24.71	5.20	2.72	14.77	19.62
EPS(元/股)	1.92	2.02	2.08	2.39	2.85
市盈率(P/E)	7.96	7.56	7.37	6.42	5.37
市净率(P/B)	1.60	1.28	1.34	1.17	1.01
市销率(P/S)	1.37	1.24	0.86	0.63	0.51
EV/EBITDA	5.79	7.27	7.52	6.78	5.74

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.31 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,923.24
流通 A 股股本(百万股)	7,921.71
A 股总市值(百万元)	121,304.84
流通 A 股市值(百万元)	121,281.36
每股净资产(元)	8.99
资产负债率(%)	68.00
一年内最高/最低(元)	20.48/15.00

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

张春娥 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070001
zhangchune@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《招商蛇口-公司点评:单月销售表现量价齐升，目标完成度持续推进——8 月销售数据点评》2020-09-10
- 《招商蛇口-半年报点评:营收增幅较大、拿地力度提升——半年报点评》2020-08-25
- 《招商蛇口-公司点评:单月销售金额增速上升，补货积极性不减——7 月销售数据点评》2020-08-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	67,375.07	75,323.85	80,017.93	85,081.02	90,816.81
应收票据及应收账款	1,203.55	1,811.03	2,595.07	3,034.51	3,604.15
预付账款	2,678.69	3,512.63	6,519.12	7,724.78	8,978.08
存货	210,820.96	312,206.73	366,411.44	417,003.08	467,265.91
其他	72,357.59	84,394.88	98,651.25	109,606.86	119,239.28
流动资产合计	354,435.87	477,249.12	554,194.82	622,450.24	689,904.22
长期股权投资	17,311.01	26,593.05	27,093.05	27,593.05	28,093.05
固定资产	3,400.92	4,607.55	5,052.70	5,523.40	5,993.42
在建工程	927.96	818.94	971.37	1,062.82	1,117.69
无形资产	541.48	612.25	636.72	659.27	679.88
其他	46,604.21	107,807.17	123,831.19	139,858.60	155,865.22
非流动资产合计	68,785.58	140,438.97	157,585.04	174,697.13	191,749.26
资产总计	423,221.45	617,688.09	711,779.86	797,147.37	881,653.48
短期借款	16,740.87	22,170.14	28,041.25	27,434.09	27,250.31
应付票据及应付账款	26,046.90	35,509.49	53,005.93	64,110.59	78,354.97
其他	187,827.20	237,328.72	297,177.95	338,994.64	381,683.50
流动负债合计	230,614.97	295,008.36	378,225.13	430,539.32	487,288.79
长期借款	61,646.83	68,834.88	77,526.40	90,310.14	94,762.00
应付债券	16,498.74	18,276.00	19,276.00	20,276.00	21,276.00
其他	5,598.22	8,198.38	10,198.38	12,198.38	14,198.38
非流动负债合计	83,743.80	95,309.27	107,000.78	122,784.52	130,236.39
负债合计	314,358.77	390,317.62	485,225.91	553,323.83	617,525.17
少数股东权益	32,953.98	132,524.98	136,056.50	140,094.64	144,572.16
股本	7,904.09	7,916.21	7,923.24	7,923.24	7,923.24
资本公积	12,049.53	13,809.81	13,809.81	13,809.81	13,809.81
留存收益	60,138.73	71,045.64	82,574.20	95,805.66	111,632.91
其他	(4,183.65)	2,073.83	(13,809.81)	(13,809.81)	(13,809.81)
股东权益合计	108,862.68	227,370.47	226,553.94	243,823.54	264,128.31
负债和股东权益总计	423,221.45	617,688.09	711,779.86	797,147.37	881,653.48

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	19,460.78	18,856.88	16,469.38	18,902.08	22,610.35
折旧摊销	1,125.04	1,281.37	227.95	265.31	304.49
财务费用	4,141.08	5,000.23	2,902.09	3,089.27	3,302.81
投资损失	(6,547.67)	(10,231.35)	(11,474.10)	(8,474.10)	(6,474.10)
营运资金变动	18,120.60	4,046.82	(11,929.02)	(19,298.08)	(13,792.08)
其它	(25,821.69)	(5,141.87)	3,718.33	4,250.99	4,712.66
经营活动现金流	10,478.14	13,812.07	(85.36)	(1,264.53)	10,664.12
资本支出	9,108.59	9,136.58	(650.00)	(650.00)	(650.00)
长期投资	9,047.07	9,282.04	500.00	500.00	500.00
其他	(15,200.42)	(31,576.69)	(4,727.80)	(7,726.53)	(9,724.84)
投资活动现金流	2,955.23	(13,158.07)	(4,877.80)	(7,876.53)	(9,874.84)
债权融资	116,375.94	141,903.83	175,466.46	198,643.03	213,911.12
股权融资	(6,884.63)	7,065.36	(18,730.95)	(3,041.52)	(3,255.06)
其他	(108,640.36)	(132,720.89)	(147,078.26)	(181,397.36)	(205,709.54)
筹资活动现金流	850.95	16,248.29	9,657.24	14,204.15	4,946.52
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	14,284.32	16,902.30	4,694.08	5,063.08	5,735.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,277.85	97,672.18	141,624.66	191,193.29	238,991.62
营业成本	53,414.73	63,829.17	106,218.50	142,439.00	176,853.80
营业税金及附加	8,324.22	9,199.82	12,038.10	16,251.43	20,314.29
营业费用	1,553.83	2,206.65	2,549.24	3,441.48	4,301.85
管理费用	1,527.48	1,728.57	2,336.81	3,154.69	3,943.36
研发费用	0.00	52.39	0.00	0.00	0.00
财务费用	2,447.86	2,772.56	2,902.09	3,089.27	3,302.81
资产减值损失	985.53	(2,092.44)	(300.00)	(100.00)	(300.00)
公允价值变动收益	(62.56)	114.43	0.95	0.32	(0.53)
投资净收益	6,547.67	10,231.35	11,474.10	8,474.10	6,474.10
其他	(13,074.23)	(16,690.32)	(22,950.10)	(16,948.83)	(12,947.14)
营业利润	26,613.34	26,319.99	27,354.98	31,391.84	37,049.09
营业外收入	143.58	144.70	148.72	145.67	146.36
营业外支出	155.96	340.98	224.29	250.00	271.76
利润总额	26,600.95	26,123.71	27,279.41	31,287.51	36,923.69
所得税	7,140.17	7,266.83	7,092.65	8,134.75	9,600.16
净利润	19,460.78	18,856.88	20,186.77	23,152.76	27,323.53
少数股东损益	4,220.73	2,823.71	3,717.38	4,250.67	4,713.18
归属于母公司净利润	15,240.05	16,033.18	16,469.38	18,902.08	22,610.35
每股收益(元)	1.92	2.02	2.08	2.39	2.85

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	16.99%	10.64%	45.00%	35.00%	25.00%
营业利润	28.24%	-1.10%	3.93%	14.76%	18.02%
归属于母公司净利润	24.71%	5.20%	2.72%	14.77%	19.62%
获利能力					
毛利率	39.49%	34.65%	25.00%	25.50%	26.00%
净利率	17.26%	16.42%	11.63%	9.89%	9.46%
ROE	20.08%	16.90%	18.20%	18.22%	18.91%
ROIC	19.01%	18.84%	12.01%	12.85%	13.70%
偿债能力					
资产负债率	74.28%	63.19%	68.17%	69.41%	70.04%
净负债率	45.01%	29.28%	42.13%	46.58%	46.60%
流动比率	1.54	1.62	1.47	1.45	1.42
速动比率	0.62	0.56	0.50	0.48	0.46
营运能力					
应收账款周转率	123.94	64.80	64.29	67.92	72.00
存货周转率	0.47	0.37	0.42	0.49	0.54
总资产周转率	0.23	0.19	0.21	0.25	0.28
每股指标(元)					
每股收益	1.92	2.02	2.08	2.39	2.85
每股经营现金流	1.32	1.74	-0.01	-0.16	1.35
每股净资产	9.58	11.97	11.42	13.09	15.09
估值比率					
市盈率	7.96	7.56	7.37	6.42	5.37
市净率	1.60	1.28	1.34	1.17	1.01
EV/EBITDA	5.79	7.27	7.52	6.78	5.74
EV/EBIT	5.96	7.51	7.58	6.83	5.79

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com